

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**  
**CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO**  
**CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA**

**ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO EM BOLSAS DE VALORES  
PELOS CRITÉRIOS DE BENJAMIN GRAHAM.**

**“INÁCIO OTAVIANO GUIMARÃES BRANDÃO”**

Belo Horizonte  
2009

**Inácio Otaviano Guimarães Brandão**

**Estratégia de investimento no mercado de capitais, pelos critérios de Benjamin Graham**

Monografia apresentada ao Curso de Especialização em Gestão Estratégica, modalidade negócios da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito a obtenção do título de Especialista em Gestão Estratégica.

Área de concentração: Negócios.  
Orientador: Prof. Luiz Alberto Bertucci

Brandão, Inácio Guimarães  
2009 Estratégia de investimento em bolsa de valores  
pelos critérios de Benjamin Graham / Inácio Otaviano  
G. Brandão, 2009. 40 p.

Orientador: Luiz Alberto Bertucci  
Monografia (especialização). Universidade Federal de  
Minas Gerais. Departamento de Ciências Administrativas

Agradeço ao professor e orientador Luiz Alberto Bertucci, pelo apoio e pela revisão do trabalho, aos demais Mestres da casa pelos conhecimentos transmitidos. Agradeço também, aos diretores, coordenadores e funcionários da FACE/UFMG, pelo suporte recebido durante o curso.

## SUMÁRIO

<b><u>1 – OBJETIVO.....</u></b>	<b><u>6</u></b>
<b><u>2 - CONTEXTUALIZAÇÃO.....</u></b>	<b><u>7</u></b>
<b>2.1 BREVE HISTÓRICO DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL.....</b>	<b>7</b>
2.1.1 - A REFORMA DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS .....	11
2.1.2 - O NOVO MERCADO .....	12
<b>2.2 – AS FILOSOFIAS DE INVESTIMENTOS .....</b>	<b>13</b>
<b><u>3 - BENJAMIN GRAHAM.....</u></b>	<b><u>14</u></b>
<b>3.1 – UM POUCO DE SUA HISTÓRIA .....</b>	<b>14</b>
<b>3.2 - AS IDÉIAS E PENSAMENTOS DE BENJAMIN GRAHAM .....</b>	<b>17</b>
3.2.1 – A DIFERENÇA ENTRE O ESPECULADOR E O INVESTIDOR.....	17
3.2.2 - AS FLUTUAÇÕES DO MERCADO ACIONÁRIO .....	17
3.2.3 – A MARGEM DE SEGURANÇA, CONCEITO FUNDAMENTAL EM INVESTIMENTOS .....	18
3.2.4 - A TEORIA DA DIVERSIFICAÇÃO.....	20
<b><u>4 – OS DOGMAS DE GRAHAM PARA ANÁLISE DAS EMPRESAS .....</u></b>	<b><u>21</u></b>
<b>4.1 - AS PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO DE LONGO-PRAZO .....</b>	<b>21</b>
<b>4.4 - O HISTÓRICO DE DIVIDENDOS E O DIVIDEND YIELD .....</b>	<b>25</b>
<b>5.1 ESTRATÉGIA PARA FORMAÇÃO DE UMA CARTEIRA DE AÇÕES PARA O INVESTIDOR DEFENSIVO .....</b>	<b>26</b>
5.1.1 - CRITÉRIOS COMPLEMENTARES DE ANÁLISE PARA OS INVESTIDORES DEFENSIVOS.....	26
<b>5.2 - ESTRATÉGIA PARA FORMAÇÃO DE UMA CARTEIRA DE AÇÕES PARA O INVESTIDOR AGRESSIVO.....</b>	<b>27</b>
<b><u>6 – EXEMPLO DE APLICAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE GRAHAM NO MERCADO AMERICANO.....</u></b>	<b><u>28</u></b>
<b>6.1 - EMPRESA; GREAT ATLANTIC&amp;PACIFIC TEA Co.....</b>	<b>28</b>
<b><u>7 – APLICAÇÃO DA ESTRATÉGIA DEFENSIVA DE GRAHAM NA BOVESPA .....</u></b>	<b><u>31</u></b>
<b>7.1 – METODOLOGIA .....</b>	<b>31</b>
<b>7.2 - CORTE TEMPORAL E BASE DE DADOS .....</b>	<b>31</b>
<b>7.3 - MONTAGEM DA CARTEIRA DE AÇÕES UTILIZANDO A ESTRATÉGIA DE GRAHAM.....</b>	<b>31</b>
7.3.1 ASPECTOS GERAIS .....	31
7.3.2 CRITÉRIOS.....	32
7.3.3 CARTEIRAS EMPÍRICAS .....	34
<b><u>Tabela 1</u></b> .....	<b>34</b>
Empresas que atenderam a todos os critérios propostos para seleção.....	34
<b><u>Tabela 2</u></b> .....	<b>35</b>
Lucro Líquido em valores nominais e abaixo corrigidos pelo IPCA do período.....	35

Fonte: Economática .....	35
<b>Tabela 3</b> .....	36
Dividendos distribuídos no período de 1996 a 2002.....	36
<b>Tabela 4</b> .....	36
Variação no período de 02/01/2003 a 02/01/2009 .....	36
<b>Tabela 5</b> .....	37
Rentabilidade comparada no período de 02/01/2003 a 02/01/2009.....	37
<b><u>8 - CONCLUSÃO.....</u></b>	<b>37</b>
<b>Tabela 6</b> .....	38
Valorização no período de 02/01/2003 a 02/11/2009 .....	38
<b>Tabela 7</b> .....	38
Rentabilidade Comparada de 20/01/2003 a 02/11/2009 .....	38
<b><u>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</u></b>	<b>39</b>

## **1 – Objetivo**

O presente trabalho teve como objetivo o estudo e a avaliação da aplicabilidade da estratégia de investimento de Benjamin Graham na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), destacando-se suas características mais marcantes. A estratégia proposta por Graham utiliza-se da análise fundamentalista, mas o autor propõe o estudo e aplicação de alguns múltiplos, usados como filtros, para montagem de uma carteira teórica de ações. A realização desta pesquisa visa proporcionar principalmente aos pequenos investidores, parâmetros e variáveis que proporcionem conhecimento para tomada de decisão racional no campo dos investimentos no mercado de ações.

## **2 - Contextualização**

### **2.1 Breve Histórico da Bolsa de Valores no Brasil**

Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. Num ambiente econômico de inflação crescente - principalmente a partir do final da década de 1950 - se somava uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, a chamada Lei da Usura, também limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro quando diversas novas leis foram editadas.

Entre aquelas que tiveram maior importância para o mercado de capitais podemos citar a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN, a Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

A introdução da legislação acima referida resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.

Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsa de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada uma diretoria no Banco Central - Diretoria de Mercado de Capitais.

Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre as quais destacamos se destacam os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Estes fundos eram uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Com o grande volume de recursos carreados para o mercado de acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores, sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto desencadeou o "boom" da Bolsa do Rio de Janeiro quando, entre dezembro de 1970 e julho de 1971, houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não pararam de subir.

Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos.

O movimento especulativo, conhecido como "boom de 1971", teve curta duração mas suas conseqüências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de

companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário.

Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações, a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento Decreto Lei nº 1401 para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além de maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão.

Ao longo do tempo, vários outros incentivos foram adotados visando incentivar o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES - Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940 e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, que criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsa de Valores e as companhias abertas.

Não obstante todos esses incentivos, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido um aumento na quantidade de companhias

abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados pelas empresas através de ofertas públicas de ações tenha ocorrido durante a década de 1980.

Apesar da experiência pioneira para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro, representada pelo Decreto-Lei nº 1.401/76, o processo de internacionalização do mercado chega ao país no final da década de 1980, sendo seu marco inicial a edição da Resolução do CMN nº 1.289/87 e seus anexos.

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de ADR'-s - American Depositary Reciepts com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC - Securities and Exchange Commission, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa".

A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de revitalizar o mercado brasileiro de capitais, aperfeiçoando a sua regulamentação, e assegurando maior proteção ao investidor e a melhoria das práticas de governança das empresas brasileiras. Destacam-se entre elas a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

### **2.1.1 - A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**

A Lei 6.404/76 passou por uma reforma significativa em 2001, empreendida pela Lei 10.303, de 31 de outubro. As alterações ocorridas tocam em alguns temas fundamentais do direito societário, em especial no que diz respeito às companhias abertas. Dentre os mais importantes, citaríamos os seguintes:

- nova proporção entre ações ordinárias e preferenciais (art. 15, §2º)
- alteração no regime de preferências e vantagens atribuídas às ações preferenciais (art. 17)
- reforço da disciplina relativa aos acordos de acionistas (art. 118, §§ 6º a 11);
- retorno do direito dos titulares de ações ordinárias à oferta pública obrigatória quando da alienação de controle (tag along), ao preço de 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle (art. 254-A)
- necessidade de realização de oferta pública obrigatória para fechamento de capital de companhia aberta (art. 4º, §§ 4º e 5º e art. 4-A)

- direito de certas minorias acionárias detentoras de determinado percentual de participação elegerem, por votação em separado, representantes no Conselho de Administração e Fiscal (art. 141, §§ 4º a 8º e art. 161, §4º).

Um dos principais objetivos da reforma da lei foi o fortalecimento dos direitos das minorias acionárias. É interessante observar que a maior parte das empresas que vieram a mercado a partir de 2004, ano que marcou a retomada das emissões de valores mobiliários, não se limitou às novas disposições trazidas pela reforma. Com efeito, grande parte dessas empresas terminou por consagrar em seus estatutos, voluntariamente, dispositivos ainda mais benéficos, sob o ponto de vista dos acionistas minoritários, do que aqueles introduzidos pela reforma de 2001. Assim, por exemplo, a quase totalidade das novas companhias tem seu capital composto exclusivamente por ações ordinárias e, quando existem ações preferenciais, estas freqüentemente dispõem de vantagens financeiras superiores às exigidas pela legislação, além do direito de voto em certas operações fundamentais, como é o caso das re-estruturações societárias. Da mesma forma, é cada vez mais comum que os estatutos aumentem para 100% o direito ao tag along conferido aos acionistas ordinaristas e, em alguns casos, também aos preferencialistas.

### **2.1.2 - O Novo Mercado**

No final dos anos 90 era evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. A título de exemplo, o número de companhias listadas na Bovespa tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam.

É nesse cenário que a Bovespa cria o Novo Mercado como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de

governança corporativa. Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Níveis I e II, que, juntos com o Novo Mercado, estabelecem regras que envolvem melhorias na divulgação de informações, nos direitos dos acionistas e na governança das companhias.

A idéia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuía para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro, destacava-se a falta de proteção aos acionistas minoritários.

A percepção, por parte dos investidores, de que corriam riscos que não eram apenas aqueles associados ao negócio da companhia, por não estarem adequadamente protegidos pela regulamentação, fazia com que eles aplicassem pesados descontos sobre os preços das ações, reduzindo o seu valor de mercado. Isso elevava o custo de capital das empresas e gerava um ciclo vicioso, pois também as afastava do mercado.

Entendeu-se que a valorização e a liquidez das ações negociadas no mercado seriam influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos adicionais concedidos aos acionistas poderiam oferecer e pela qualidade das informações prestadas ao mercado pelas empresas.

Por isso, é esperado que as companhias cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos não ligados ao negócio são minimizados, apresentem prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

## **2.2 – As filosofias de investimentos**

De uma maneira generalizada, a análise de investimentos em bolsa de valores é dominada por duas grandes escolas, a primeira chamada de escola técnica e a segunda de escola fundamentalista.

Em termos gerais, o analista técnico de ações, baseia suas decisões de compra e venda na interpretação de sinais gerados nos gráficos de preços das ações e nos seus indicadores. Esta escola possui várias vertentes, cada uma com suas peculiaridades.

O analista fundamentalista, tal qual o nome sugere, baseia suas decisões de compra e venda de ações nos dados fundamentais da empresa, extraídos do balanço patrimonial, demonstração de resultados, fluxo de caixa e etc. A análise fundamentalista, também possui várias vertentes, iremos nos concentrar na chamada escola de investimento em valor ou *value investing* da qual Graham é considerado o grande nome.

Nesse contexto, utilizando as técnicas desenvolvidas por Benjamin Graham, tentaremos comprovar a aplicabilidade, ou não, de sua estratégia, na bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA).

## **3 - Benjamin Graham**

### **3.1 – Um pouco de sua história**

Benjamin Graham, também conhecido por Ben Graham, (1894 – 1976) nasceu em Londres, seu pai era um comerciante de louça e estatuetas chinesas. Sua família se mudou para Nova York quando Graham tinha um ano. A princípio eles levaram uma vida abastada, com empregada, cozinheira e governanta francesa, na parte nobre da Quinta Avenida em Nova York. O pai de Graham morreu em 1903 e o comércio de porcelana ruiu levando a família a pobreza. Sua mãe então, transformou a própria casa em uma pensão; em seguida, ao tomar dinheiro emprestado para negociar ações “na margem”, ela foi aniquilada no crash de 1907. Pelo resto de sua vida, Graham lembraria a humilhação de ao tentar descontar um cheque para

mãe, ouvir o caixa do banco dizer que não existia fundos na conta dela. Felizmente, Graham ganhou uma bolsa de estudos para Universidade de Columbia, onde seu talento floresceu plenamente. Formou-se em 1914 em Ciências, como segundo colocado de sua turma, além de fluente em grego e latim, Graham se interessava por matemática e filosofia. Antes do fim do último semestre, três departamentos da universidade – letras, filosofia e matemática – convidaram-no para trabalhar lá como professor. Ele só tinha vinte anos.

Em vez de ficar na vida acadêmica, Graham decidiu tentar a sorte em Wall Street. Começou como escriturário em uma firma especializada em negociar obrigações do Tesouro Americano, logo se tornou analista, depois sócio e, em seguida, começou a dirigir a própria empresa de investimentos. Graham se tornou um mestre em pesquisar ações em detalhes minuciosos.

Apesar de uma perda dolorosa de aproximadamente 70% durante o Grande Crash de 1929 a 1932, Graham sobreviveu e prosperou nos anos seguintes. A crise trouxe importantes lições a Graham, de como comprar ações com desconto sobre o valor real da empresa. A partir idéia, surgiu o conceito de "valor intrínseco", que nada mais é que o verdadeiro valor da empresa, considerando fatores tangíveis e intangíveis.

Não existe um registro exato dos ganhos obtidos por Graham nos primeiros anos, mas de 1936 até a aposentadoria em 1956, sua empresa Graham-Newman Corp, lucrou, pelo menos, 14,7% por ano, contra 12,2% do mercado de ações como um todo, um dos melhores desempenhos de longo prazo da história de Wall Street.

Como Graham conseguiu isso? Combinando capacidade intelectual extraordinária com profundo bom senso e uma vasta experiência, Graham desenvolveu seus princípios centrais, os quais são pelo menos tão válidos hoje quanto foram durante sua vida:

- Uma ação não é somente um símbolo, ela representa o interesse do proprietário em um negócio real, com um valor intrínseco que independe do preço da ação.
- O mercado é um pêndulo que sempre oscila entre o otimismo insustentável (que torna as ações muito caras) e um pessimismo injustificável (que as torna muito baratas). O investidor inteligente é um realista que vende para os otimistas e compra dos pessimistas.
- O valor futuro de todo investimento é uma função de seu preço presente. Quanto mais alto o preço pago, menor o ganho.
- Não importa quanto você é cuidadoso, o risco que nenhum investidor pode eliminar é o de errar, nunca se deve pagar um preço elevado demais, independente de quanto um investimento possa ser atraente.
- O segredo do seu sucesso financeiro está em você mesmo. Se você se torna um pensador crítico que não acredita fielmente em todos os “fatos” de Wall Street e investe com confiança e paciência, pode tirar vantagens constantes até mesmo do piores mercados de baixa. Ao desenvolver disciplina e coragem, você pode evitar que as variações de humor de outras pessoas governem seu destino financeiro. No fim das contas, o comportamento de seus investimentos é bem menos importante que o seu próprio comportamento.

Graham , como já foi dito, é conhecido como o pai do Value Investing, grosso modo, o investimento em valor, a partir de fundamentos.

## **3.2 - As idéias e pensamentos de Benjamin Graham**

### **3.2.1 – A diferença entre o especulador e o investidor**

Segundo Graham a distinção mais realista entre o investidor e o especulador reside em sua atitude com relação aos movimentos do mercado de ações. O principal interesse do especulador está em antecipar as oscilações do mercado e lucrar com elas. O principal interesse do investidor é adquirir e manter papéis certos a preços apropriados. Os movimentos de mercado são importantes para ele em um sentido prático, uma vez que alternadamente criam patamares de preços baixos, nos quais a compra é uma atitude inteligente, e patamares de preços altos, nos quais ele se absteria de comprar e provavelmente seria esperto se vendesse.

Um investidor com uma carteira de ações superiores deve esperar ver os preços flutuarem, não devendo ficar preocupado com grandes declínios nem excitado com grandes avanços. Ele deve sempre se lembrar que as cotações do mercado estão lá para sua conveniência, tanto para que ele possa tirar vantagem quanto para ignorá-las. Ele nunca deve comprar uma ação porque ela subiu nem vender porque ela caiu.

### **3.2.2 - As flutuações do mercado acionário**

Graham criou uma brilhante metáfora para explicar as flutuações no mercado acionário. Ele descreveu uma atitude mental em relação a oscilações de mercado que pode conduzir ao sucesso em investimentos. Graham disse que você deve imaginar cotações de mercado como vindas de um sujeito excepcionalmente complacente chamado Sr. Mercado, que é seu sócio em uma empresa de capital fechado. O Sr. Mercado aparece sem falta, diariamente, e escolhe um preço pelo qual ele irá comprar a sua participação ou lhe vender a dele.

Mesmo que a empresa que vocês dois possuem tenha aspectos econômicos estáveis, as cotações do Sr. Mercado serão tudo menos isso. Porque, é triste dizer, o pobre sujeito tem problemas emocionais incuráveis. Às vezes, ele se sente eufórico e consegue ver somente os fatores favoráveis que afetam o negócio. Quando está nesse humor, ele oferece um preço muito alto para compra porque teme que você arrebate a participação dele e embolse assim ganhos iminentes. Outras vezes, fica deprimido e não pode ver nada além de dificuldades pela frente, tanto para o negócio como para o mundo. Assim, ele escolherá um preço muito baixo, já que está aterrorizado por você poder se livrar das suas ações, vendendo para ele.

O Sr. Mercado tem outra adorável característica: não se importa ao ser ignorado. Se a cotação dele for desinteressante para você hoje, ele voltará com uma nova amanhã. As operações são estritamente opção sua. Sob essas condições, quanto mais maníaco-depressivo o comportamento dele, melhor para você, o Sr. Mercado está aí para servi-lo, não para guiá-lo, são os recursos financeiros dele, e não a sabedoria, que você achará proveitosos. Se ele aparecer algum dia com um humor particularmente irracional, você tem toda a liberdade para ignorá-lo ou tirar vantagem dele, mas será desastroso se você se submeter à sua influência. De fato, se você não tem certeza se entende e pode avaliar o negócio muito melhor do que o Sr. Mercado, você não se encaixa no jogo.

### **3.2.3 – A margem de segurança, conceito fundamental em investimentos**

Quando procuramos por ações que sejam baratas comparadas com o seu valor patrimonial, começamos com empresas negociadas abaixo do valor contábil por ação. Esse foi um dos principais critérios de investimento de Graham e tem me ajudado a descobrir grandes barganhas ao longo dos anos. (BROWNE, 2008, p.64).

Segundo Graham, investir é mais inteligente quanto mais se parece com um negócio. Ele acha curioso ver como muitos empresários capazes tentam operar no mercado de ações com completa desconsideração a todos os princípios sensatos com os quais obtiveram sucesso nos

seus próprios empreendimentos. No pensamento de Graham se uma pessoa decide obter lucros com a compra e venda de ações, ela está embarcando em um empreendimento comercial próprio, o qual deve ser dirigido de acordo com princípios comerciais aceitos para que se tenha alguma chance de sucesso.

Para ele, o primeiro princípio é, você tem de saber o que está fazendo, no caso, você deve conhecer a fundo o seu negócio. Para o investidor isto significa: não tentar obter lucros comerciais com ações, isto é, retornos acima da receita com juros e dividendos normais, a menos que você saiba tanto sobre os valores das ações quanto precisaria saber sobre o valor da mercadoria que você se propôs a fabricar ou comercializar. O segundo princípio é: não deixe outra pessoa dirigir seu negócio, a menos que você possa supervisionar seu desempenho com a compreensão e o cuidado adequados. Segundo Graham, para o investidor, essa regra deveria determinar as condições sob as quais ele permitirá que outra pessoa decida o que fazer com seu dinheiro.

O terceiro princípio é: Não entre numa operação, a menos que um cálculo confiável mostre que ela tem uma chance razoável de render um bom lucro. Em especial, Graham sugere que o investidor deva afastar-se de aventuras nas quais tenha pouco a ganhar e muito a perder. Isto significa que as operações que visam o lucro devem estar baseadas não no otimismo, mas na aritmética. Para todo investidor, isto significa que ele deve procurar provas de que não está arriscando uma parte substancial do seu principal. Num quarto princípio Graham sugere que você confie em seu conhecimento e em sua experiência. No caso, se você concluiu algo a partir de certos fatos e sabe que tem bom senso, aja com base nessa conclusão, embora outros possam pensar de forma diferente.

Graham entendia que no mundo das ações, a coragem se torna a virtude suprema, desde que exista um conhecimento adequado e um bom senso respaldado na experiência. Para Graham,

no caso do investidor típico, não é estritamente necessário para seu sucesso que ele utilize essas qualidades na elaboração de seu programa, contanto que limite sua ambição à sua capacidade e restrinja suas atividades ao caminho seguro e estreito da estratégia para o investidor defensivo. Graham acha que atingir resultados satisfatórios em investimentos é mais fácil do que a maioria das pessoas pensa; e atingir resultados superiores em longo prazo é mais difícil do que parece.

Graham montou duas estratégias diferentes: Uma para o investidor defensivo e a outra para o investidor agressivo. Os investidores defensivos devem evitar investir em novos lançamentos e limitar seus investimentos apenas a ações e títulos de excelente qualidade. O investidor agressivo pode procurar por papéis e por ações onde haja indícios de patrimônio líquido subavaliado, que significava papéis que estejam sendo vendidos a valores inferiores ao capital de giro líquido da empresa.

Graham afirmava ainda que não existe certeza absoluta que uma componente de ações em sua carteira irá assegurar uma proteção adequada contra a inflação; mas ela deve dar mais proteção do que a parcela de títulos.

### **3.2.4 - A Teoria da Diversificação**

Na opinião de Graham existe uma conexão lógica muito próxima entre o princípio da margem de segurança e o princípio da diversificação. Um está diretamente correlacionado ao outro. Uma ação da sua carteira poderá apresentar um desempenho ruim, mesmo tendo uma margem de segurança a seu favor. Só existirá margem se existir uma chance maior de lucro que de prejuízo. Não que a perda seja impossível. Mas, cada vez que nos compromissarmos mais com o processo ficará mais claro que os lucros agregados superarão as perdas. Essa é base do negócio de seguros.

Um preço suficientemente baixo pode transformar um ativo de qualidade medíocre num bom investimento desde que o comprador esteja bem informado e que use uma diversificação adequada. Assim, se o preço for tão baixo que crie uma margem de segurança substancial, o ativo atenderá aos nossos critérios de investimento.

## **4 – Os Dogmas de Graham para análise das empresas**

Tendo por objetivo central a verificação da aplicabilidade das idéias de Graham na Bovespa, é pertinente o detalhamento dos principais dogmas defendidos pelo autor. De acordo com Graham, existem cinco aspectos a serem observadas no processo de avaliação de uma empresa:

- As perspectivas de crescimento de longo-prazo;
- A administração;
- A saúde financeira e estrutura de capital;
- O histórico de dividendos; e o *Dividend Yield* (Índice de Distribuição de Dividendos)

### **4.1 - As perspectivas de crescimento de longo-prazo**

Analistas têm diferentes perspectivas sobre o futuro das companhias e isso fica ainda mais evidenciado quando se faz uma comparação do Preço/Lucro das empresas de forma individual, com dados consolidados do setor.

O investidor não deveria tomar suas decisões baseadas somente nas previsões dos analistas. No quadro a seguir, percebemos claramente que em 1963 quando o mercado estava otimista com o futuro das empresas do setor químico, ainda que os indicadores estivessem esticados (valorizados). O setor de Petróleo com indicadores mais atrativos do ponto de vista

fundamentalista, obteve melhores resultados sete anos após os dados apresentados em 1963.

Outra questão pertinente refere-se ao fato de a seqüência tradicional de avaliar o mercado como um todo, depois algum setor específico e finalmente uma ação em particular não seria o mais adequado. A tabela também mostra que embora as empresas do setor químico não tenham sobressaído, a DuPont obteve resultados bem acima da média e inclusive melhorou seus múltiplos.

Nesse quesito Graham acredita que as perspectivas corporativas para o crescimento sustentado da empresa decorrem de:

- Capacidade de se tornar uma grande “*serial acquirer*”, ou seja, desenvolver *expertise* na agregação de valor através de aquisições;
- Capacidade de agregar valor através da expansão de investimentos através de forte geração de caixa;
- Forte posicionamento de marca, de mercado e vantagem competitiva, o caso de empresas como Harley Davidson, Gillette e Coca-Cola;
- A empresa funcionar como uma “maratonista”, não como um “velocista”, ou seja, possui a capacidade e o histórico de geração de lucros e dividendos ao longo de décadas;
- A empresa deve semear para colher, isto é, investir em pesquisa e desenvolvimento boa parte de sua receita como a Procter & Gamble que investiu 4% de suas vendas em 2002, a 3M com 6,5% e a Johnson & que aplicou 10,9% das suas vendas no desenvolvimento de novos produtos.

## **4.2 - A Administração**

A capacidade técnica e a predisposição da gestão com resultados no longo prazo são essenciais e o monitoramento dessas variáveis pode ser sobre os relatórios anuais produzidos por estes executivos.

Entre outras coisas, o relatório da administração deve fornecer:

- Uma boa sinopse do progresso da companhia naquele ano, com uma indicação de quais devem ser os desenvolvimentos futuros.
- O nome dos diretores e suas participações na companhia.
- Importantes eventos que tenham afetado a companhia que ocorreram a partir 78 do final do ano anterior.
- A política de pagamento de fornecedores.

É provavelmente o melhor lugar para se começar a análise, porque pode conter alguma coisa que tenha ocorrido dentro da empresa que impeça a comparação direta entre os números do ano anterior e o do ano passado.

Aspectos como opções de compras de ações, devem ser observados com atenção, pois podem induzir a alta administração a focar fortemente no curto prazo, quando na verdade devem produzir resultados e crescimento para vários anos de lucros e dividendos crescentes.

Os executivos devem ainda zelar pela sua imagem e evitar a exposição por se tratar de um gestor e não uma “promoter”, cujas atitudes fora da corporação podem afetar a credibilidade da solidez e perspectivas da corporação.

## **4.3 - A saúde financeira e estrutura de capital**

A chave é analisar a Demonstração de Resultados, com o conhecimento dos segredos que ele

pode revelar, e ter em mente as perguntas certas a fazer quando estiver olhando para os números:

- A empresa está crescendo?
  - Todas as divisões da empresa estão indo bem, ou existem áreas problemáticas?
  - Os lucros antes dos impostos são muito voláteis? O dividendo é garantido?
  - O crescimento é orgânico ou por aquisições?
  - A companhia está conseguindo um bom retorno sobre o capital empregado (ROIC)?
  - Como a companhia está se saindo em relação a seus concorrentes?
- . Existem aspectos específicos para verificarmos a saúde financeira da empresa:
- Alavancagem (empréstimos como percentual do Patrimônio Líquido)

Se uma companhia encontra-se altamente alavancada, seus lucros estão vulneráveis a mudanças nas taxas de juros. Verifique a alavancagem e o endividamento como percentual do Patrimônio Líquido. Um endividamento com um percentual de um terço do Patrimônio Líquido é aceitável para uma companhia em situação normal. Para uma companhia de um setor volátil (ex. de um setor de commodities) o endividamento deve ser menor, para uma companhia dentro de um negócio estável (ex. fornecimento de energia) ele poderá ser maior.

- Como os empréstimos estão sendo empregados? Lembre-se que os empréstimos só terão sentido quando o retorno do capital empregado no negócio for maior que o custo do capital.
- Considere a qualidade dos ativos. Lembre-se que a alavancagem operacional é baseada na avaliação dos ativos. Se possível verifique quais são os ativos existentes e como eles estão sendo avaliados. Se a maioria do dinheiro dos acionistas está sendo investido em maquinário antigo que necessita uma reforma geral a alavancagem deve estar sub-avaliada e tende a aumentar rapidamente.
- Liquidez. A companhia conseguirá pagar suas contas? Verifique os índices de liquidez e

liquidez seca. Graham sugeria que a liquidez corrente da empresa fosse favorável, ou seja, que existisse folga para pagamentos de curto prazo e também o foco em manter uma estrutura de capital onde o endividamento não comprometesse o crescimento no longo prazo.

#### **4.4 - O histórico de dividendos e o Dividend Yield**

Quando uma ação se valoriza rapidamente, observa, é natural a redução do *dividend yield*, mas uma característica das boas pagadoras de dividendo é manter constante a relação entre preço e dividendo. O histórico da empresa e do setor em que atua ajuda o investidor a decidir.

Nos Estados Unidos, companhias de serviços públicos (como água e energia), com ciclo estável de investimento, usam poucos recursos para se expandir e pagam regularmente dividendos, tornando-se as preferidas de investidores interessados em poupar para a sua aposentadoria. Empresas americanas estáveis mantêm dividendos sem grandes alterações e vários investidores montam suas carteiras com papéis dessas companhias, usando o dividendo como rendimento de capital.

Uma vez que o objetivo era escolher criteriosamente papéis descontados e mantê-los na carteira por longo prazo, o histórico de pagamentos de dividendos era premissa chave.

Empresas que são consideradas boas pagadoras de dividendos, ou seja, que têm alto *dividend yield*, tendem a atrair investidores. Esses aplicadores compram e pressionam o preço para cima, o que faz com que a relação tenda a cair.

O importante é saber o motivo do *dividend yield* elevado: baixo preço ou dividendos em alta. Se existirem os dois fatores, estamos diante de uma ação propícia para um investimento com retorno positivo na forma de dividendos.

O *Dividend Yield*, ou relação entre o total de dividendos pago por ação dividido pela cotação

da ação, até o limite de 60% era considerado aceitável. Acima deste percentual, era objeto de preocupação, já que poderia interferir no crescimento corporativo de longo prazo.

## **5 - As Estratégias de Benjamim Graham**

Graham propõe duas estratégias a serem aplicadas por investidores diferentes:

A primeira chamada de estratégia defensiva, é voltada para o investidor amador ou pequeno investidor, que não dispõe de tempo para um acompanhamento sistemático do mercado.

A segunda chamada de estratégia agressiva é voltada para o investidor profissional, que dispõe de tempo, conhecimento e experiência para sua efetiva implementação.

### **5.1 Estratégia para formação de uma carteira de ações para o investidor defensivo**

Graham sugere não alocar menos do que 25% nem mais que 75%, em ações, em carteiras de investidores defensivos. O restante deve ser reservado para títulos ou renda fixa. Para investidores inclinados a uma estratégia de investimento mais simples ele recomenda um programa em que se mantenha sempre uma relação de 50-50% em todas as ocasiões.

#### **5.1.1 - Critérios complementares de análise para os investidores defensivos**

Conforme descrito anteriormente, Graham dividia os investidores em agressivos e defensivos. Para o público mais conservador ele sugeria mais nove critérios para seleção de ações:

- Tamanho Adequado (empresa com, pelo menos, \$250 milhões em vendas);
- Uma posição financeira forte(liquidez acima de 1 e endividamento inferior a 50%);
- Um histórico de dividendos contínuos por pelo menos 20 anos;

- Nenhum prejuízo nos últimos 10 anos;
- 10 anos de crescimento nos lucros-por-ação de, pelo menos, um terço (33%);
- O produto do P/L pelo Preço/Valor Patrimonial por ação deve ser inferior a 22,5;
- Um índice Lucro/Preço – o inverso do índice P/L – de, pelo menos, o mesmo valor que a taxa de um título de dívida bem classificado (AAA Bond).
- 

## **5.2 - Estratégia para formação de uma carteira de ações para o investidor agressivo**

Para o investido agressivo, Graham sugere três estratégias específicas, que são:

- As companhias relativamente grandes e *fora-de-moda*: “se nós assumirmos que é comum o mercado sobre-avaliar ações que apresentam um crescimento excelente ou que são glamourosas por qualquer outra razão, é lógico também esperar que o mercado também sub-avale, pelo menos relativamente, aquelas companhias que estejam fora de moda devido a acontecimentos desfavoráveis de natureza temporária.” O problema aqui reside em saber se estes acontecimentos são, realmente, de natureza temporária.
- Compra de pechinchas: “De uma forma prática, nós acreditamos que um papel não seja uma verdadeira barganha até que seu preço tenha caído a, pelo menos, 50% de seu valor”.
- Situações especiais: “o básico aqui é a tendência do mercado acionário a sub-avaliar papéis de empresas que estejam envolvidas em qualquer tipo de processo legal complicado”. O processo de aquisição é um exemplo corriqueiro de uma situação especial.”

Graham alerta: não pode haver dúvidas na hora de optar entre ser um investidor “ativo” ou “defensivo”. Não existe meio termo neste caso. Caso a escolha caia sobre a opção mais agressiva, o investidor deverá possuir os mesmos requisitos necessários para conduzir um negócio; e, além disto, possuir uma grande disciplina.

## **6 – Exemplo de Aplicação da Estratégia de Graham no Mercado Americano**

Vamos transcrever o exemplo por citado por Graham em seu livro “O Investidor Inteligente”.

### **6.1 - Empresa; Great Atlantic&Pacific Tea Co.**

As ações da Great Atlantic & Pacific Tea Co começaram a vender em 1929 por \$494 na Bolsa “Curb”, que veio a se tornar hoje o American Stock Exchange. Em 1932 ela caiu para \$104, embora seus lucros continuassem tão grandes quanto no catastrófico ano anterior. Em 1936 o preço girou entre \$100 e \$131. Anos depois, no mercado de baixa de 1938, os papéis atingiram um novo patamar de baixa de \$36. O preço era espetacular. Isto significava que, naquela época, as ações ordinárias e preferenciais estavam sendo vendidas em conjunto por \$126 milhões, embora a companhia tivesse acabado de divulgar um lucro, em dinheiro, de \$85 milhões e um capital de giro (ou ativos correntes líquidos) de \$134 milhões. A A&P era o maior magazine da América, se não do mundo, com um histórico contínuo e impressionante de lucros por vários anos consecutivos.

Em 1938 Wall Street avaliou este negócio espetacular e chegou a conclusão que ele deveria valer menos que seus ativos correntes - o que corresponderia a menos do que se receberia caso a companhia fosse liquidada pelo temor de uma taxaço específica para lojas de rede, pela queda nos lucros líquidos nos dois anos anteriores e devido a depressão no mercado. A

primeira dessas razões era exagerada e, até mesmo, sem fundamento. As outras duas eram influências tipicamente sazonais.

Um investidor que tivesse comprado o papel em 1937, a 12 vezes seu lucro por ação nos últimos cinco anos, pagaria algo em torno de \$80. Vamos dizer que, naquela época, o papel tenha caído para \$36. A queda não teria nenhuma importância prática para ele. O investidor deveria assegurar-se que analisou o cenário com bastante cautela certificando-se que não fez qualquer erro de cálculo.

Mas, se o resultado de seus estudos estiverem corretos, como realmente estavam, ele deveria ter considerado aquela queda da Bolsa como um capricho do mercado financeiro, e deveria, desde que tivesse recursos e coragem suficiente, tirado proveito da situação comprando mais do papel que acabara de entrar em promoção.

Um ano depois as ações da A&P voltaram a subir e atingiram \$117, o correspondente a três vezes seu menor preço em 1938, ficando também acima da média anterior de 1937. Uma reviravolta dessa no comportamento de um papel não é difícil de ocorrer no mercado de ações. Mas, no caso específico da A&P, a subida foi bem maior que a média. Nos anos que se seguiram a 1949, as ações da firma acompanharam a subida da Bolsa até que em 1961 houve um desdobramento do papel (de 10 para 1) quando ela então atingiu a máxima de \$ 70, o que seria o correspondente a \$705 das ações de 1938.

O preço de \$ 70 foi surpreendente por ser o equivalente a 30 vezes os lucros de 1961. Um índice preço/lucro como este, quando comparado à média do Dow Jones de 23 vezes no mesmo ano, embute uma grande expectativa no crescimento futuro dos lucros da companhia.

Este grande otimismo não encontrou qualquer justificativa nos resultados apresentados nos anos anteriores e demonstraram, posteriormente, estarem completamente equivocados. Ao

invés de apresentarem avanço, os lucros tendiam a cair.

Um ano após ter atingido a máxima de \$ 70 o papel despencou para próximo da metade, situando-se em \$34. Mas, nesta ocasião, o papel não demonstrava a mesma qualidade que tinha em 1938. Depois de passar por toda sorte de flutuação, o papel caiu para outro patamar de baixa de \$21 em 1970 indo depois para \$18 em 1972, quando a empresa apresentou seu primeiro déficit da história.

A história descrita acima demonstra como o preço das ações de uma grande firma pode variar em um intervalo de tempo inferior a uma geração e, como a má avaliação e o excesso de otimismo e pessimismo das pessoas podem afetar o preço de um papel.

Em 1938 o grande negócio deixara de existir. Em 1961 o papel estava sendo vendido a preços ridiculamente altos. Depois disso, o papel sofreu uma queda rápida de preço e, anos depois, houve uma nova queda ainda mais pronunciada. Nesse meio tempo, a companhia se transformou em uma geradora de lucros medíocre. Seu lucro em 1968, um ano espetacular, foi menor do que em 1958. No período, ela pagou uma série de dividendos irrisórios e confusos, não lastreados por aumento de lucros. Dessa forma, a A&P era uma companhia maior em 1961 e 1972 do que era em 1938. Mas não tão bem conduzida, menos lucrativa e pouco atrativa.

Na visão de Graham existiam dois aspectos nesta história. A primeira é que o mercado, muito mais freqüentemente do que se possa imaginar, está errado, e às vezes manda um alerta para que o investidor corajoso possa tirar proveito de seus erros. A outra, é que maioria dos negócios altera suas características e qualidades com o passar dos anos, algumas vezes para melhor, outras para pior. O investidor não precisa ficar atento como um falcão na performance destas companhias; mas deve dar uma boa olhada nelas de tempos em tempos.

Um acionista avalia se seus investimentos foram bem feitos tanto pelos dividendos que recebe quanto pela valorização de seus papéis através dos tempos. O mesmo critério deveria ser aplicado para testar a efetividade da administração da companhia e a correção de suas atitudes com os verdadeiros donos do negócio.

## **7 – Aplicação da Estratégia Defensiva de Graham na Bovespa**

### **7.1 – Metodologia**

O foco desta etapa do trabalho é buscar a aplicabilidade da teoria de Graham na realidade do mercado brasileiro. Para isso, iremos explorar o seguinte aspecto:

Propor empiricamente a formação de uma carteira de papéis baseadas em séries históricas que permitam avaliar a aplicabilidade e eficácia da metodologia Graham através das informações disponíveis na base de dados do Economática. Após a montagem das carteiras iremos comparar os resultados com o Ibovespa e a Selic no período.

### **7.2 - Corte temporal e base de dados**

Na coleta de dados para aplicação dos critérios de seleção, foi utilizada a base de dados do software economática, compreendida entre 1996 e 2002, que abrangia um total 638 (seiscentas e trinta e oito empresas) na época.

### **7.3 - Montagem da carteira de ações utilizando a estratégia de Graham**

#### **7.3.1 Aspectos gerais**

Para a constatação da aplicabilidade das idéias Graham na Bovespa, foi elaborada uma

carteira com os ativos negociados na Bovespa. A fonte utilizada foi o software Economática com dados detalhados dos ativos brasileiros desde 1996.

Os dados para a montagem da carteira levam em consideração os dados históricos com origem em janeiro de 1996 até 31 de dezembro de 2002. Com base nestes dados, traçamos quais ativos Graham compraria no mercado brasileiro em janeiro de 2003.

Como Graham insiste no investimento em longo prazo, iremos avaliar o desempenho desta carteira após sete anos, ou seja, os ativos permaneceram em carteira de janeiro de 2003 até janeiro de 2009, quando então serão os resultados da carteira serão comparados com a variação do Ibovespa e da Selic no período.

### **7.3.2 Critérios**

Adaptando as orientações de Graham ao período proposto para análise, foram utilizados os seguintes critérios:

- Posição financeira equilibrada
- Múltiplos atraentes (P/L e P/VPA)
- Liderança no setor
- Lucros crescentes
- Bom desconto no papel, a chamada Margem de segurança.

Deste modo, através do site Economática, levantamos os dados das 538 (quinhentas e trinta e oito) empresas com papéis negociados na Bovespa no ano de 1996, utilizando a sua série histórica, os seus dados financeiros e contábeis.

Após migrar os dados do software Economática para o Excel, devido a facilidade para o uso de filtros personalizados, começamos a composição da carteira procurando as empresas que atenderiam aos critérios de seleção baseados no modelo proposto por Graham, conforme

abaixo:

1º - Possuir receita bruta acima de R\$ 250 milhões na data do investimento;

2º - Possuir liquidez corrente, obrigatoriamente, superior a 1,0 no momento do investimento;

3º - A relação entre dívida líquida e patrimônio líquido não poderia superar 50% no momento do investimento;

4º - O produto dos múltiplos P/L e P/VPA deveria ser inferior a 22,5 no momento do investimento;

5º - A empresa precisava ter distribuído dividendos em cada um dos últimos sete anos, de 1996 a 2002.

6º - A empresa precisava apresentar um crescimento nos lucros, após a correção pelo IPCA, de pelo menos 5% ao ano, nos últimos 7 anos, de 1996 a 2002.

Assim, já na aplicação do primeiro critério, receita bruta acima de R\$ 250 milhões, de um universo inicial de 538 empresas, apenas 214 passaram pelo critério. Seguindo a seqüência, na aplicação do segundo critério, liquidez corrente maior que 1, sobraram 199 empresas que atingiam aos dois critérios. Após a aplicação do terceiro critério, dívida líquida menor que 50% do patrimônio líquido, restaram apenas 73 empresas que atendiam a todos os critérios anteriores. Quando filtramos pelo próximo critério, ou seja, a relação entre o índice preço/lucro da ação e o índice preço/valor patrimonial por ação, nosso leque de empresas se reduziu para 64 (sessenta e quatro) empresas. A utilização o penúltimo critério, no qual a empresa deveria ter distribuído dividendos em cada um dos últimos 7 anos reduziu o número de empresas para 13 (treze). Quando chegamos ao último critério, no qual a empresa deveria apresentar um crescimento nos lucros, após a correção pelo IPCA, de pelo menos 5% ao ano,

apenas 8 empresas atenderam a todos os critérios, para compra de suas ações em janeiro de 2003. Destas, duas foram retiradas, a Cimento Itaú porque fechou o capital em 2005, e a Poliaden que foi absorvida pela Braskem em 2006.

### 7.3.3 Carteiras Empíricas

Segue abaixo a relação das empresas que atenderam a todos os critérios propostos, em Janeiro de 2003, tendo como base os dados históricos de sete anos anteriores 1996 a 2002.

**Tabela 1**

Empresas que atenderam a todos os critérios propostos para seleção

Empresa	Receita Bruta dezembro 2002	Liquidez Corrente dezembro 2002	Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido dezembro 2002	Preço/Lucro dezembro 2002	Preço/Valor Patrimonial dezembro 2002	Produto: Preço/Lucro x Preço/VPA dezembro 2002
Cim Itau	1.141.665	5,4	2,8	3	0,9	2,7
Coteminas	1.056.442	2,3	-1,2	10	1,3	13
Duratex	1.092.747	1,9	19,3	8	0,7	5,6
Fosfertil	1.578.586	1,6	14,7	4	1,9	7,6
Itausa	6.716.108	1,1	-477,1	4	0,9	3,6
Petrobras	99.164.118	1,3	55,1	5	1,5	7,5
Polialden	372.302	3,1	0,9	5	0,5	2,5
Souza Cruz	6.184.753	1,4	15,4	6	3,6	21,6

. Fonte: Economática

**Tabela 2**

Lucro Líquido em valores nominais e abaixo corrigidos pelo IPCA do período.

Empresa	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1996	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1997	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1998	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1999	LUCRO LÍQUIDO DEZ/2000	LUCRO LÍQUIDO DEZ/2001	LUCRO LÍQUIDO DEZ/2002	
Coteminas	62.604	41.154	29.660	16.408	66.578	87.066	154.222	
Duratex	35.029	42.491	43.123	10.121	66.654	52.054	71.658	
Fosfertil	96.147	91.252	67.018	119.949	98.287	136.882	258.254	
Itausa	295.722	465.634	468.922	951.105	882.455	1.182.829	1.537.264	
Petrobras	668.609	1.510.983	1.388.629	1.756.652	9.942.392	9.867.038	8.097.791	
Souza Cruz	349.000	393.900	515.916	673.161	494.330	634.390	960.824	
Correção pelo IPCA	IPCA DE JAN 1997 a DEZ 2002	IPCA DE JAN 1998 a DEZ 2002	IPCA DE JAN 1999 a DEZ 2002	IPCA DE JAN 2000 a DEZ 2002	IPCA DE JAN 2001 a DEZ 2002	IPCA DE JAN 2002 a DEZ 2002		
	50,00%	42,00%	40,00%	28,00%	21,00%	13,00%		
Empresa	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1996	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1997	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1998	LUCRO LÍQUIDO DEZ/1999	LUCRO LÍQUIDO DEZ/2000	LUCRO LÍQUIDO DEZ/2001	LUCRO LÍQUIDO DEZ/2002	CRESCIMENTO DO LUCRO NO PERÍODO
Coteminas	93.906	58.439	41.524	21.002	80.559	98.385	154.222	8,62%
Duratex	35.029	42.491	43.123	10.121	66.654	52.054	71.658	12,67%
Fosfertil	96.147	91.252	67.018	119.949	98.287	136.882	258.254	17,90%
Itausa	295.722	465.634	468.922	951.105	882.455	1.182.829	1.537.264	31,62%
Petrobras	668.609	1.510.983	1.388.629	1.756.652	9.942.392	9.867.038	8.097.791	51,54%
Souza Cruz	523.500	559.338	722.282	861.646	598.139	716.861	960.824	10,65%

Fonte: Economática

**Tabela 3**

Dividendos distribuídos no período de 1996 a 2002

Empresa	Dividendo por ação 1996	Dividendo por ação 1997	Dividendo por ação 1998	Dividendo por ação 1999	Dividendo por ação 2000	Dividendo por ação 2001	Dividendo por ação 2002
Cim Itau	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,01	0,02
Coteminas	0,33	0,37	0,15	0,12	0,24	0,24	0,42
Duratex	0,1	0,14	0,25	0,08	0,21	0,2	0,31
Fosfertil	0,19	0,15	0,28	0,12	0,21	0,14	0,56
Itausa	0,01	0,02	0,07	0,06	0,06	0,08	0,1
Petrobras	0,06	0,08	0,08	0,08	0,1	0,41	0,4
Polialden	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,01	0,01
Souza Cruz	1,2	0,91	1,43	1,91	2,36	2,25	2,16

Fonte: Economática

**Tabela 4**

Variação no período de 02/01/2003 a 02/01/2009

Empresa	COTAÇÃO EM 02/01/2003	COTAÇÃO EM 02/01/2009	VALORIZAÇÃO/ DESVALORIZAÇÃO NO PERÍODO DE 02/01/2003 A 02/01/2009	IPCA DE 02/01/2003 A 02/01/2009	VALORIZAÇÃO/ DESVALORIZAÇÃO NO PERÍODO DE 02/01/2003 A 02/01/2009 DESCONTADA DA INFLAÇÃO
Coteminas	11,07	4,06	-63%	42%	-15%
Duratex	4,28	14,32	234%	42%	135%
Fosfertil	1,75	11,7	569%	42%	371%
Itausa	1	7,39	639%	42%	420%
Petrobras	4,23	23,88	465%	42%	298%
Souza Cruz	9,89	42,35	328%	42%	200%
Valorização média da carteira.....					235%

Fonte: Economática

## **Tabela 5**

Rentabilidade comparada no período de 02/01/2003 a 02/01/2009

Quadro Comparativo	
	Valorização no período 02/01/2003 a 02/01/2009 descontada da inflação medida pelo IPCA
Carteira Graham	235%
IBOVESPA	143%
SELIC	74%

Fontes: Economática

## **8 - Conclusão**

Com base nos dados acima podemos constatar que a estratégia proposta por Benjamin Graham é aplicável na Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA, tendo em vista que a carteira montada com base nos critérios propostos por Graham rendeu, após a devida correção pelo IPCA do período, 64% a mais que o Ibovespa e 218% a mais que a Selic no período. Temos que considerar ainda, que dentro do período proposto para análise, ocorreu uma grave crise financeira mundial o que provocou uma grande derrocada no preço das ações. Diante disso, constatamos que mesmo diante desta grave crise, a carteira montada dentro dos critérios de Graham ainda se mostrou lucrativa rendendo 235% no período.

Aproveitando os dados já coletados, vamos fazer uma pequena abstração. Vamos supor que não tenhamos vendido as ações em 03 de janeiro de 2009, “no olho do furacão”, época em que a crise alcançou um dos seus piores momentos e que tivéssemos permanecido com as ações até 02 de novembro de 2009. O que será que aconteceria com a carteira?

Abaixo a tabela com os resultados alcançados no novo período proposto:

**Tabela 6**

Valorização no período de 02/01/2003 a 02/11/2009

EMPRESAS	COTAÇÃO EM 02/01/2003	COTAÇÃO EM 02/11/2009	VALORIZAÇÃO/ DESVALORIZAÇÃO NO PERÍODO DE 02/01/2003 A 02/11/2009	IPCA DE 02/01/2003 A 02/11/2009	VALORIZAÇÃO/ DESVALORIZAÇÃO NO PERÍODO DE 02/01/2003 A 02/11/2009 DESCONTADA DA INFLAÇÃO
Coteminas	11,07	5,95	-46%	75%	-17%
Duratex	4,28	31,39	633%	75%	319%
Fosfertil	1,75	16,72	855%	75%	446%
Itausa	1	10,01	901%	75%	472%
Petrobras	4,23	35,04	728%	75%	373%
Souza Cruz	9,89	62,2	529%	75%	259%
Valorização média da carteira.....					309%

Fonte: Economática

**Tabela 7**

Rentabilidade Comparada de 20/01/2003 a 02/11/2009

	VALORIZAÇÃO/ DESVALORIZAÇÃO NO PERÍODO DE 02/01/2003 A 02/11/2009 DESCONTADA DA INFLAÇÃO
Carteira Graham	309%
IBOVESPA	203%
SELIC	52%

Fonte: Economática

O que podemos notar com base nos dados da tabela 7, é que a valorização teria sido ainda maior caso não tivéssemos optado pela venda no início do ano. Desta forma conclui-se que uma estratégia de compra de ações de empresas, montadas com base nos critérios de Graham trouxe rendimentos superiores no longo prazo.

## Referências Bibliográficas

1. BERNSTEIN, P. L. Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco. 14ª Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
2. BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. São Paulo. Disponível em:
3. <<http://www.bovespa.gov.br>> Acesso em: 05/10/2009.
4. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:
5. <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 03/09/2009.
6. COPELAND, T .Avaliação de Empresas.3.ed.São Paulo: Makron Books, 2002.
7. CUNNINGHAM, L.Ensaio de Warren Buffett. São Paulo: Disal.2005.
8. BROWNE, C. Investimento em Valor - Como Lucrar com Ações " em Promoção " e Fugir das Falsas Barganhas. São Paulo: Saraiva, 2008.
9. DAMODARN, A . Avaliação de Investimentos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
10. \_\_\_\_\_. Filosofias de investimentos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2007.
11. \_\_\_\_\_. Mitos de Investimentos . São Paulo: Financial Times – Prentice Hall, 2006.
12. GRAHAM, B. O Investidor Inteligente. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.
13. GRAHAM, B DODD, D. Security Analysis. New York: Whittlesey House, McGraw-Hill Book Company, 1934.

14. GUNTER, M. Os Axiomas de Zurique. 13. ed .Rio de Janeiro: Record, 2005.
15. HAUGEN, R.A. Os Segredos da Bolsa. São Paulo: Prentice Hall, 2004. 100
16. HELLER, R. Entenda e Ponha em Prática as Idéias de Warren Buffett. São Paulo, Publifolha, 2000.
17. LEFEVRE, E. Reminiscências de um Especulador Financeiro. São Paulo: Makron Books, 1996.
18. LOWE, W. B. Warren Buffett: Dicas e Pensamentos do Maior Investidor do Mundo. Rio de Janeiro, Campus, 2003. 101
19. NORONHA, M. Análise Técnica: Teorias, Ferramentas e Estratégias. São Paulo, Editec,1995.
20. PAULOS, J.A. A Lógica do Mercado de Ações. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
21. SCHOTI, C. Aspectos Comportamentais e Investimentos. Disponível em: